

Institutionella investerares riskhantering i finanskrisens spår

MARKUS KALLIFATIDES & SOPHIE NACHEMSON-
EKWALL

Kapitel 9, utdrag ur Risker och riskhantering i näringsliv
och samhälle

Richard Wahlund (red.) 2016

ISBN: 978-91-86797-22-5

© Stockholm School of Economics Institute for Research och författaren,
2016



SSE INSTITUTE FOR RESEARCH

Institutionella investerares riskhantering i finanskrisens spår

MARKUS KALLIFATIDES & SOPHIE NACHEMSON-EKWALL

Det institutionella investerandets politik

Människors preferenser medieras av hur de förstår vad som pågår. Dessa förståelser påverkas av de förmedlande finansiella strukturerna och av processer som påverkar idéer: journalister och affärspressen, akademiker och akademiska texter, politiska partier och politiska idéer, tankesmedjor och stiftelser (...) på denna punkt skulle samarbete med sociologer vara av särskilt värde. (Gourevitch & Shinn, 2005, s 287, vår översättning)

Statsvetarna Peter Gourevitch och James Shinn pekar på formering av politiska preferenser som den viktigaste förklarande variabeln i jämförande studier av (nationella) bolagsstyrningssystem. De tar avstamp i och utvecklar Mark Roes (2003) inflytelserika teori om hur (statiska) politiska preferenser bland medborgarna förklarar utformningen av bolagsstyrningssystem runt om i världen. I detta kapitel vill vi lägga till inte bara sociologi utan också nationalekonomisk forskning, och då särskilt peka på dess betydelse för formering av politiska preferenser i vår tid samt vilken betydelse detta haft vilka aktörskategorier som bör ha inflytande och på vilket sätt detta inflytande tillåts utövas inom ramen för nationella bolagsstyrningssystem.

I finanskrisens spår skönjer vi frön till en modifiering av institutionella investerares kapitalförvaltningslogik. I detta kapitel redogör vi för förän-

dringar i den europeiska policydebatten på området, där marknadsliberala uppfattningar om effektiva kapitalmarknader och värdet av privatisering ifrågasätts utifrån synsätt där marknader ses som inbäddade i institutionella sammanhang. Om dessa förändringar i debatten fick genomslag i praktiken skulle det handla om två fundamentala dimensioner i bolagsstyrningspraktiken: Definitionen av bolagsvärde och tidshorisonten för att utvärdera detta, samt den möjliga konsekvensen att institutionella placerare engagerade sig mer i bolagens skötsel än tidigare. Med kunskap om hur bolagsstyrningssystem skapas och förändras kan vi utgå från att sådana förändringar blir föremål för politisk förhandling. Som slutsatser i detta kapitel framställer vi hypoteser för hur bolagsstyrningssystem kan komma att omformas för att möta denna förändring.

Den australiensiske ekonomen John Quiggin (2010) pekade nyligen ut fem besläktade "zombieidéer" i nationalekonomin: Den antagna "stora moderationen" i makroekonomiska cykler, dynamisk stokastisk allmän jämvikt, *trickle-down*-teorin, värdet av privatisering och hypotesen om effektiva kapitalmarknader.¹ Med zombieidé avser Quiggin det sociologiskt välbekanta fenomenet att vissa teoretiska idéer lever och frodas som motiv för och legitimering av politisk och regulatorisk handling trots att de har påvisats som direkt felaktiga eller grovt förenklade i den akademiska forskningen (jfr Callon et al., 1998; Fligstein, 2001).

Här fokuserar vi på en typ av organisation som varit en betydande bärare av åtminstone två av dessa zombieidéer under de senaste årtiondena: De institutionella investerarna. Här inkluderar vi öppna investeringsfonder såsom aktiefonder, pensionssparande i försäkringsbolag och statliga pensionsfonder, d v s organisationer som förvaltar den breda allmänhetens finansiella sparande. Över hela världen har dessa organisationers kapitalförvaltningslogik formats av de bägge idéerna om värdet av privatisering och tilltro till kapitalmarknaders effektivitet.

Därmed har finansiellt kapital allokerats företrädesvis till privata inves-

¹ Quiggin redogör för forskningsläget gällande alla fem idéerna och pekar på var och hur de allttjämt används i den politiska praktiken. Idén om den stora moderationen av konjunkturcykler förklarar de påstått minskade svängningarna i ekonomin med "den nya ekonomin". Dynamisk stokastisk allmän jämvikt är ett teoretiskt samlingsbegrepp för det tänkande som ligger till grund för nationalekonomiska makromodeller uppbyggda som aggregat av oräkneliga mikroprocesser. *Trickle-down economics* är en nedsättande beteckning på föreställningen om att förmögenhetsökningar bland de rikaste, t ex genom skattesänkningar för dessa grupper, ska "trilla ned" till och gynna svagare grupper i en slutlig analys. De två kvarvarande zombieidéerna redogör vi mer utförligt för i huvudtexten.

teringar snarare än offentliga på ett sätt som inneburit att förmånstagaren (medborgaren) haft mycket svagt inflytande över de faktiska investeringarna, men som i stället gynnat institutionens möjligheter att fritt köpa och sälja värdepapper som mellanhand (se t ex Coffee, 1991). På grund av portföljförvaltning har institutionella investerare förlitat sig på att statistiskt kalibrerade matematiska modeller för köp och sälj skulle generera maximal riskjusterad avkastning på det investerade kapitalet *utan* aktivt deltagande i vare sig privat eller offentligt beslutsfattande i företag och stater.

Institutionella investerare som kategori spelar en central roll i kapitalbildningen i de rikare nationerna. I de flesta västliga nationer ägs 50-60% av kapitalet i noterade bolag av institutionella placerare (Çelik & Isaksson, 2013), ett resultat av ackumulerade finansiella besparingar bland löntagarna och liberaliseringar av kapitalmarknader. Genom denna process har de institutionella placerarna också blivit en mer synlig kraft i styrningen av noterade företag runt om i världen.

I den akademiska forskningen har institutionella investerare ofta behandlats som en grupp av oinformerade, passiva investerare med en benägenhet att visa sitt eventuella missnöje genom *exit* snarare än *loyalty* eller *voice*. (Se Hirschman, 1972, om dessa generiska strategier för alla typer av minoriteter i organisationer). Detta är dock en förenklad bild, då de institutionella investerarnas roll formas av den specifika inramning av lagstiftning, ekonomisk struktur och politik som omgärdar och till en del utgör varje nationellt bolagsstyrningssystem. Som mellanpart mellan förmånstagare (sparare) och investeringsobjekt har de institutionella investerarnas verksamhet överallt varit föremål för allsköns reglering, som periodvis varit häftigt omstridd. Regleringarna har antingen understött eller försvårat ett aktivt deltagande i bolagsstyrningspraktik, och det har också varit en uttalad ambition från många lagstiftares och policymakares sida att begränsa de institutionella investerarnas inflytande över företag.²

Vi vill här peka på att det går att urskilja ett tydligt skifte i debatten på området – såväl den akademiska som den allmänna – efter den finansiell-

2 ERISA-lagen i USA från 1974 implicerar att amerikanska pensionsfonder ska kunna redogöra både hur och varför de har röstat avstått från att rösta för aktier de innehar (i eget namn eller via ombud). Lagen föreskriver också att det enda legitima syftet med en pensionsfonds kapitalförvaltning är maximal finansiell avkastning. Den svenska lagstiftningen begränsar såväl de statliga pensionsfondernas som aktiefondernas inflytande över företag trots att de är betydande aktieägare.

la krisen år 2008 och framåt. Efter tre decennier av tolkningsföreträde får finansekonomer se fundamentala teser om effektiva kapitalmarknader och portföljförvaltningsmodeller (Markowitz, 1952; Miller & Modigliani, 1958; Fama, 1970) ifrågasättas kraftigt. En händelse värd att peka på var att Robert Schiller, en centralgestalt i det beteendevetenskapliga studiet av finansiella marknader, 2013 mottog Riksbankens pris till Alfred Nobels minne tillsammans med den renlärige finansekonomen Eugene Fama.

På det politiska planet beskriver EU-kommissionen³ i sitt direktiv om aktieägars rättigheter att institutionella investerare och deras förvaltare intresserar sig mer för aktiehandel och likviditet, där måttstocken för framgång är utvalda kapitalmarknadsindex, än för att understödja långsiktigt värdeskapande företag. Kommissionen menar att detta skapar en kortsiktig press på företagets prestation som i förlängningen leder till suboptimal avkastning för de slutgiltiga förmånstagarna.

Den brittiska Kay-rapporten (2012) hävdade att "kortsiktighet" är nära förknippad med ett fragmenterat ägande och institutionella hinder för kollektivt engagemang, som skapat bristande incitament för investerare att engagera sig i företag. I sitt förslag till direktiv om europeiska långsiktiga investeringsfonder uttrycker kommissionen oro för att institutionella investerare följer (kortsiktiga) riktlinjer som gör dem mindre benägna att investera i infrastruktur, forskning och utveckling samt små och medelstora företag, och att förmånstagarna därmed berövas långsiktig avkastning.⁴

De amerikanska finansekonomerna James Hawley och Andrew Williams (t ex 2000, 2007) har länge argumenterat för att institutionella investerare med stora tillgångsmassor i diversifierade portföljer är beroende av hela ekonomiers prestation snarare än enskilda företags för sitt samlade resultat och därför ibland *bör* driva intressen som skiljer sig från andra aktieägars (t ex uttalat kortsiktiga, eller dominerande familjer/entreprenörer). En rad akademiker och skrivande praktiker (Schneider, 2000; Ambachtsheer, 2005; Johnson & de Graaf, 2009) understryker att institutionella investerare är intermediära agenter snarare än principaler och skjuter därmed in ytterligare

3 Aktieägardirektivet 2014. EU-kommissionen. *Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council Amending Directive 2007/36/Ec as Regards the Encouragement of Long-Term Shareholder Engagement and Directive 2013/34/EU as Regards Certain Elements of the Corporate Governance Statement.*

4 *Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on European Long-Term Investment Funds.* EU-kommissionen. 2013/34/EU.

ett led i den agentteoretiska relationen mellan företagsledningen/styrelsen (agenten) och de slutliga ägarna (principalen).

Tillsammans pekar allt detta mot den sedan länge etablerade tradition i samhällsvetenskaperna som förstår alla begrepp som ”effektivitet” och ”optimalitet” som värdeladdade begrepp med en ”moralisk dimension” (Etzioni, 1961). I denna text vill vi vid sidan av frågan om tidshorizonten i de institutionella placerarnas investeringsverksamhet tydligt urskilja den ”epistemiska förkastningslinje” (Donaldson, 2012) som delar forskningen om bolagsstyrning i företrädare för intressentmodellen och företrädare för aktieägarvärdemodellen. Med utgångspunkt i statsvetenskaplig och sociologisk teori argumenterar vi för, att institutionella investerares verksamhet är inbäddad i ett bredare institutionellt sammanhang, där ekonomiska, legala, kulturella och sociala faktorer formar och omformar både förutsättningar och verksamhet. Vi presenterar byggblock till en övergripande förståelse av den omstridda modifiering av institutionella investerares hantering av risk och avkastning som vi ser omkring oss i krisens kölvatten. De definitioner av såväl risk som avkastning som varje system för kapitalförvaltning bygger på är notoriskt omstridda.

I det följande avsnittet utvecklar vi vår konceptualisering av den omstridda politiska modifieringen av de ekonomiska institutionerna, däribland de institutionella investerarna. I det efterföljande avsnittet redogör vi för den kapitalförvaltningslogik som varit dominerande under de senaste decennierna runt om i världen, med diversifierad portföljförvaltning och dess idémässiga underbyggnad. Därefter redogör vi för den aktuella kritiken av denna kapitalförvaltningslogik, inklusive den kritik av investeringsriktlinjer som kretsar kring ett alldeles särskilt riskbegrepp, betonar likviditet och leder till ”kortsiktighet”. Vi tolkar denna kritik som ett indicium på förändrade preferenser i den mening som Gourevitch och Shinn (2005) avser. I det femte avsnittet föreslår vi slutligen ett antal hypoteser som kan hjälpa både forskare och praktiker att förstå och verka på området framöver.

Ramverk för politisk-ekonomisk analys av bolagsstyrningssystem

I en stadigt växande litteratur teoretiseras bolagsstyrningssystem som inbäddade i historiska sammanhang där såväl lagstiftning som kultur formar ekonomiska institutioner och enskilda aktörers handlingar (se t ex Granovetter, 1985). Kanske särskilt i statsvetenskapen och sociologin utvecklas ett politiskt perspektiv på organisationer och institutioner som på bolagsstyrningsområdet innebär att “preferenser plus institutioner ger policy som formar bolagsstyrningsmönster” (Gourevitch & Shinn, 2005, s 278, vår översättning).

Med ett sådant synsätt ses varken aktörer eller deras målsättningar som givna (och därmed möjliga att förmedla genom tydliga kontrakt) utan som komplext konstruerade utifrån olika aktörers positioner i ett samhälle (Aguilera & Jackson, 2003; Gilson, 2006). Varken principaler, såsom aktieägare som förekommer i många olika former och med varierande intressen och tidsperspektiv, eller agenter, såsom styrelseledamöter och företagsledare med varierande förmågor och intressen, teoretiseras som lärobokens *economic man*. I stället ses de som begränsat rationella aktörer som fattar beslut utifrån tillgänglig och kostsam information inom ramen för en kulturellt specifik social position (t ex Simon, 1957). En spännande typ av forskningsfråga med sådana utgångspunkter blir hur en viss aktörskategori, t ex institutionella investerare, tolkar sitt uppdrag som företrädare för förmånstagare och varför de tolkar det som de gör.

Tongivande forskare som Aguilera och Jackson (2003) samt Gourevitch och Shinn (2005) använder ett analyschema där tre aktörskategorier dominerar den politiska inbäddningen av bolagsstyrning: Investerare, företagsledare och arbetstagare. Institutionella investerare är agenter, men frågan är för vem: Förmånstagare, företagsledare eller arbetstagare – eller i värsta fall för sig själva? I praktiken handlar det om kombinationer av ovanstående, där koalitioner av olika kategoriers intressen förverkligas genom de institutionella investerarnas verksamhet. Gourevitch och Shinn (ibid.) visar i sin världsomspännande studie att institutionella investerare ofta ingått allianser med företagsledare, andra minoritetsaktieägare eller kontrollerande

aktieägare för att påverka bolagsstyrning i önskad riktning. Gourevitch och Shinn använder ingen högre grad av differentiering mellan olika kategorier av institutionella investerare, och de problematiserar inte heller nämnvärt de långsiktiga ekonomiska konsekvenserna av olika bolagsstyrningsregimer. De värjer sig mot starka normativa anspråk på området bolagsstyrning.

Hawley and Williams (ibid.) gör däremot en tydligt normativ analys, men inte primärt av bolagsstyrning. De utgår från investerarperspektiv och antar att investeraren är intresserad av maximal finansiell avkastning. Mot denna bakgrund presenterar de framväxten av ”sysslomannakapitalism”, som innebär att de flesta medborgare blivit direkta eller indirekta investerare i nästan alla noterade företag genom att delta i olika typer av kollektiverat sparande och investering. Därmed har de för sin avkastning kommit att bli beroende av hur hela nationers ekonomier utvecklas, snarare än av enskilda företags ekonomiska resultat. Enligt Hawley och Williams bör dessa institutionella investerare ta hänsyn till att exempelvis en till synes aktieägarvänlig nedskärning i ett företag kan ha negativa konsekvenser för avkastningen på en samlad portfölj av innehav.

Här hör vi ett eko från t ex Shleifer och Summers (1988), som ifrågasatte att aktieprisstegringar i samband med fientliga förvärv och fusioner skulle förstås som kopplade till effektivitetsökningar (vilket då var den dominerande uppfattningen bland finansekonomer) och menade att dessa i stället borde förstås som överföringar av värden från olika intressenter i ett företag till aktieägarna. Även där sådana effektivitetsvinster finns kan det mesta av den samlade ökningen av finansiellt aktieägarvärde bero på att i underleverantörers och medarbetares bolagsspecifika kunnande minskat, vilket på lång sikt kan göra det svårare att driva företaget i fråga framgångsrikt. I finansekonomiska studier är det kanske vanligare att hävda att imperiebyggande företagsledningar förvärvar och överinvesterar i en särskild sektor av ekonomin och att denna typ av överinvestering inte ligger i den rationella ”universella aktieägarens” intresse av maximal riskjusterad avkastning (jfr IT-bubblan i början av 2000-talet).

I denna analys har den universella aktieägaren, om hen är rationell, alltså ofta ett intresse som skiljer sig (och bör skilja sig) från den enskilde aktieägaren, företagsledaren eller arbetstagaren. Varje tänkbart utövande av

rollen som universell aktieägare förutsätter att de möjligheter till inflytande som aktieägare har i bolagsstyrningen används. Detta inflytande kan i teorin utövas genom att sälja, kvarstå passivt eller göra sin röst hörd på stämman.

Vilken roll institutionella investerare antar i bolagsstyrningen beror inte bara på hur de tolkar sitt uppdrag utan också på hur bolagsstyrningssystemet i övrigt ser ut i ett visst sammanhang. I de flesta jurisdiktioner har en bolagsstyrelse exempelvis en bredare legal skyldighet än att skapa aktieägarvärde i varje givet ögonblick. I de flesta bolagsstyrningsregimer finns kontrollerande aktieägare som ofta företräder andra intressen än ett renodlat finansiellt investerarperspektiv. I socialdemokratiskt eller korporatistiskt dominerande nationer, såsom överallt på den europeiska kontinenten och i Norden, har det formellt eller informellt ingåtts kompromisser beträffande själva syftet med företagsamhet; särskilt de stora industriföretagen har de facto behandlats som offentliga institutioner snarare än privat egendom. En lång tradition av litteratur betraktar detta inte bara som legitimt utan också välfärdsskapande (se t ex Aglietta & Rebiéroux, 2005, i linje med Berle & Means, 1932).

I forskningen om bolagsstyrningssystem identifierar Donaldson (2012) en ”epistemisk förkastningslinje” som delar företrädarna för två normativa uppfattningar om aktiebolagets syfte: Antingen definieras det som maximering av finansiellt aktieägarvärde eller också inte. Det finns forskare som menar att all lagstiftning ytterst inte accepterar att bolagsorgan skulle vara ansvariga inför aktieägares finansiella intresse utan inför bolaget självt, där styrelsens övergripande uppgift är att skapa ett bredare bolagsvärde och aktieägarnas avkastning bara utgör en delmängd av detta uppdrag (Stout, 2012). Andra forskare förklarar själva syftet med forskningen som att utvärdera hur investerare säkrar maximal finansiell avkastning (Shleifer & Vishny, 1997). Allt detta är i sin tur relaterat till vad de flesta nog förstår som ”politisk” ideologi: Marknadsliberalism eller socialdemokrati (för att använda Quiggins begreppspar som beteckningar på huvudalternativen).

I enlighet med etablerad tradition inom nationalekonomi (Stigler, 1971) förstår vi här reglerandet av institutionella investerares verksamhet som ett resultat av vem eller vilka som haft inflytande i politiska beslutsprocesser. Så förklarar t ex Coffee (1991) att det amerikanska regelverket för kapital-

marknaderna ska förstås som resultatet av politiska faktorer, preferens för likviditet och oro för exploatering av minoritetsaktieägare. Coffee argumenterade för att det utspridda aktieägandet i USA företrädesvis förklaras av utvecklingen av amerikansk lagstiftning vid förra sekelskiftet, som kraftigt begränsade bankers verksamhet och därmed understödde framväxten av andra marknadsmekanismer för att ansamla investeringskapital till företag. Detta hade mycket lite att göra med några särskilda idéer om att maximera värdeskapande av något slag i företag eller maximering av samhällsnytta. Detsamma kan sägas om framväxten av företagsgrupperingar i både Europa och Asien, som typiskt förklaras som kulturella, politiska och ekonomiska fenomen (se t ex Collin 1998; Hall & Soskice, 2001). Under lång tid har privata kontrollägare, företagsledare och stater på oräkneliga vis försvarat betydande ”kilar” mellan kapitaltillförsel (ägande) och beslutsinflytande (kontroll) i stora företag.

I linje med dessa argument betonar vi här att institutionella investerares verksamhet regleras politiskt och därmed ges en viss position bland intressenter i företag (Ambachtsheer, 2005). Dessa regler kan vara kvantitativa och begränsa investeringar vad gäller tillgångsslag och volymer eller grad av engagemang i enskilda bolag. Reglerna kan också vara kvalitativa formuleringar av principer, som ”försiktighet”, ”omsorg” eller ”lojalitet”, där försiktighet kopplas ihop med riskspridning över olika tillgångsslag. I de flesta länder råder en blandning.

På politisk nivå har institutionella investerare de senaste decennierna agerat som katalysatorer för förändringar i bolagsstyrningsregimer i riktning mot ett *level playing field* för att investera över nationsgränser (Tricker, 2009). Som grupp har de uppmuntrat bl a EU-kommissionen och nationella lagstiftare att understödja likvida kapitalmarknader och konvergens mot aktieägarorientering i bolagsstyrningen (Horn, 2011). De samordnade aktiviteterna från institutionella investerare, både utländska och inhemska, har syns på många håll. Ett exempel är reformer på den franska aktiemarknaden (Cioffi, 2000). I USA har pensionsfonder lierat sig med arbetstagare för att byta ut misshagliga företagsledning (Gourevitch & Shinn, 2005). I Sverige kämpade utländska och svenska institutionella investerare för att jämna ut prisdifferensen mellan aktier med olika röststyrka i samband med

uppköpserbjudanden (Jonnergård & Larsson, 2009). I alla dessa strider har institutionella investerare på bred front agerat i enlighet med en specifik syn på sitt uppdrag och på risk i investeringsverksamhet. I nästa avsnitt redogör vi för detta synsätt, som varit tongivande i närhistorien.

Zombie: Riskhantering i finanskapitalismen

Stiftelser och försäkringsbolag har funnits med som aktieägare under hela 1900-talet runt om i världen. Sedan 1980-talet har ömsesidiga fonder, aktiefonder, pensionsfonder, hedgefonder och statliga investeringsfonder tillkommit (Gourevitch & Shinn 2005; Çelik & Isaksson, 2013). Liberaliseringen av internationella kapitalmarknader sedan slutet av 1970-talet har gjort det möjligt för dessa institutionella investerare att inta en betydande roll som aktieägare. Som kategori har de ett antal tämligen allmänna drag: De investerar finansiella medel som ansamlats genom kollektivt eller ”poolat” sparande. De är alltså ombud för förmånstagare.

Det är värt att påminna om att obligationsinnehav innebär att kapital investeras i utställarens verksamhet mot legalt bindande löfte om avkastning, men utan att obligationsinnehavares ges rätt att påverka beslut inom utgivarens verksamhet. Aktieäggande innebär däremot en möjlighet att utöva beslutsinflytande i ett aktiebolag. Detta kan ske på en rad sätt, t ex genom köp och försäljning av aktier eller genom informell och formell dialog och beslutsfattande genom bolagsstämma, styrelse o s v. Dessa grundstrukturer är i princip desamma över hela världen.

I praktiken har institutionella investerare antingen varit ”passiva” eller aktiva”, vilket inneburit att de försökt följa ett visst kapitalmarknadsindex så nära som möjligt (passivt) eller också ”aktivt” försökt slå ett sådant index genom att placera enligt ett mönster som skiljer sig från index (Black, 1998; Hellman, 2005). Huruvida man är en ”aktiv ägare” eller en ”kontrollägare” har mycket lite att göra med att vara ”övertiktad” eller ”underviktad” i ett visst företag. Sådana aktieägare innehar mindre eller större aktieinnehav, som brukas för att uppnå faktiskt inflytande över beslut i företaget. Ge-

nerellt gäller att stora innehav ger stort inflytande, men även mindre innehav kan tillsammans med rykte eller status ge en viss aktieägare stort inflytande, och det gäller även institutionella investerare och deras företrädare. Det finns ett fåtal akademiska studier av sådana inflytandeprocesser (t ex Becht et al., 2010; Kallifatides, Nachemson-Ekwall & Sjöstrand, 2010).

Sedan 1980-talet har aktivt inflytande dock inte stått i centrum för kapitalförvaltning bland institutionella investerare. Det har i stället riskspridning i enlighet med de principer som följer av teorier om effektiva kapitalmarknader (Markowitz, 1952; Miller & Modigliani, 1958; Fama, 1970). I enlighet med dessa principer har institutionella investerare, som följd av lagreglering och teoretiska idéer, blivit innehavare av en rad tillgångsslag och en mängd innehav inom varje tillgångsslag. Större institutionella investerare kan ha hundratals, t o m tusentals aktier i en aktieportfölj, med mycket små innehav i varje enskilt företag. Detta gör det oekonomiskt för den enskilde investeraren att engagera sig aktivt i det enskilda företaget, vilket innebär att själva företaget aktivt omhändertas av någon annan.

I princip finns två huvudmodeller för hur andra än hur kollektiv av utspädda investerare aktivt sköter företag. Antingen sköts företaget av inhyrda företagsledare eller av kontrollerande, aktiva aktieägare. I den angloamerikanska världen dominerar den första lösningen, i resten av världen den andra (se t ex Shleifer & Vishny, 1997).

Aktieägarvärdemodellen för bolagsstyrning är intellektuellt och praktiskt sammanlänkad med förekomst av likvida kapitalmarknader och har sitt ursprung i specifika rättsliga traditioner i den angloamerikanska kulturen (Berle & Means, 1932). Modellen implicerar att företagsledning ska förmås att sikta på att maximera aktieägarvärde för att därefter låta kapitalmarknaden sörja för en effektiv allokering av investeringskapital genom de signaler som aktiepriser innebär. Jensens & Mecklings (1976) agentteori behandlar hur en marknad av oorganiserade investerare kan förmå företagsledningar att agera på ett sådant vis till minsta möjliga (agent)kostnad. Bland metoderna för detta finns belöningssystem med kapitalmarknadskoppling, styrelsesammansättning, konkurrens på produktmarknader och hotet om fientliga övertaganden på ”marknaden för företagskontroll”.

Det finns akademiker som menar sig kunna visa att aktieägarmodellen

faktiskt är bättre på att skapa aktieägarvärde än alternativen (t ex Rajan & Zingales, 1998; Holmström & Kaplan, 2001). På sådana grunder har också akademiker, politiker och reglerande myndigheter agerat för och förväntat sig en ”konvergens” i riktning mot det angloamerikanska systemet (Kraakman & Hansmann, 2001). Denna tilltro till aktieägarmodellen influerade EU-kommissionen när den från och med 1990-talet starkt understödde framväxt av likvida kapitalmarknader och ett *level playing field* för stora företag över gränser i Europa. Antagandet av det s k *takeover*-direktivet, som var utformat för att understödja gränsöverskridande förvärv och fusioner, var ett tydligt exempel på detta inflytande.

Vi vill vidare hävda att hela detta marknadsliberala idépaket och den roll som institutionella investerare tillskrivits i ekonomin, i spåret av den globala finansiella kollapsen 2008 och framåt, möter ett allt starkare motstånd, något som vi utvecklar härnäst.

Uppvaknandet: Irrationella marknader och kortsiktighet

Institutionella investerares roll som kraft i bolagsstyrning är och har varit omtvistad både i akademi och praktik. Debattens vågor går helt klart allt högre efter finanskrisen 2008. En våg av ifrågasättanden av portföljförvaltningsmodeller har frambringt ”kortsiktighet” i företagandet, med fokus på nuvarande aktieägares, däribland företagsledares, finansiella intresse i närtid snarare än långsiktigt värdeskapande.⁵ Frågan blir då hur god bolagsstyrning, som betraktas som en kollektiv nytthet, ska kunna växa fram när de flesta investerare på marknaden agerar som indexföljare, d v s passiva fripassagerare på god bolagsstyrning som någon annan förutsätts stå för (t ex Grossman & Hart, 1988).

En annan ström av ifrågasättanden gäller de praktiska omständigheterna när det gäller utsikterna för fruktbara bolagsstyrningsreformer runt om i världen. Akademiker på bägge sidor om Atlanten har understrukt det komplexa i att förändra bolagsstyrningen framgångsrikt genom styckvisa

⁵ *Turner Review: A Regulatory Response to the Global Banking Crisis*. London: Financial Services Authority, 2009.

förändringar i regelverk och handlingsmönster. Import av enskilda regleringar tenderar att ge upphov till såväl starkt motstånd som oväntade och problematiska effekter (Coffee, 1999; Romano, 2004; Fligstein & Choo, 2005; Aguilera et al., 2008; García-Castro et al., 2013)

Bland dessa oväntade effekter finns konsekvenserna av stimulerandet av en ”marknad för företagskontroll” efter amerikanskt mönster i Europa. I en europeisk miljö med etablerande kontrollägarstrukturer, indexföljande institutionella investerare och annorlunda reglerade bolagsorgan såsom bolagsstyrelser skapas inte något *level playing field* eller någon effektiv allokering av företagskontroll. I sämsta fall skapas en ordning där de börsbolag som är mindre skyddade av kapitalmarknadsregleringar tas över av andra bolag som är mer skyddade genom nationella regleringar, helt utan koppling till kvaliteten i bolagsstyrningen i övrigt, detta genom transaktioner som främst gynnar mycket kortsiktiga intressen hos en kader av mellanhänder som jurister, investmentbanker och analysfirmor (Wymmersch, 2008; Kallifatides et al., 2010).

Även de underliggande teoretiska idéerna för institutionella investerares begrepp om risk och avkastning ifrågasätts i stigande omfattning. Idéernas tillkortakommanden kan sammanfattas som att kapitalmarknader möjligen är någorlunda effektiva i teknisk mening, men inte alls rationella. Empiriska resultat visar att många investerare ”följer flocken” i sina investeringsbeslut; institutionella investerare är särskilt benägna att söka följa ett index snarare än enskilda företag. Med så många investerare på marknaden som inte kommer i närheten av rationellt ekonomiskt beslutsfattande – på grund av både okunskap, oförmåga och bristande incitament – skapas volatil prisbildning. Denna irrationella volatilitet försämrar förutsättningarna för långsiktigt värdeskapande i företagen (se t ex Heineman & Davis, 2011).

År 2006 definierade det amerikanska Institute of Chartered Financial Analysts ”kortsiktighet” som ”ett överdrivet fokus bland vissa företagsledare, investerare och analytiker på kortsiktiga vinstprognoser, parat med en brist på uppmärksamhet på strategi, fundamentala faktorer och konventionella angreppssätt för långsiktigt värdeskapande” (Krehmeyer et al., 2006, s 3, vår översättning). Jackson och Petraki (2011) förklarar kortsiktighet som en självförstärkande social process som förorsakas av förkortade tidshorisonter

i interaktionen mellan aktieägare å ena sidan och företagsledare å den andra, båda med benäget bistånd från olika kategorier av ”väktare”, såsom analytiker, kreditvärderingsinstitut, revisorer och affärspress. I denna process blir kortsiktiga realisationsvinster genom maximering av aktiepriser måttet på framgång.

Empirisk evidens för denna typ av kortsiktighet finns i mängd. Enkäter bland finanschefer visar att många skulle avvisa ett specifikt projekt om det i kort perspektiv skulle kunna föranleda lägre intjäning än marknadsförväntningar, samt att man inte tvekar att minska totalt värdeskapande för att utjämna intjäning över tid (Graham, Harvey & Rajgopal, 2005). Ekonomer vid Bank of England visar att projekt ofta avvisas på grund av högt satta diskonteringsräntor (Haldane & Davies, 2011). Nya regleringar i banksektorn och redovisningsregler för försäkringsbolag och pensionsfonder driver ytterligare både ”kortsiktiga” och ”irrationella” omdisponeringar i tillgångsportföljer.⁶

Aktieägarvärde som ledstjärna för institutionella investerare verksamhet ifrågasätts därmed på flera olika grunder, bl a den att ensidigt fokus på aktieägarvärde från företagsledningens sida inte skapar aktieägarvärde (Stout, 2012). Därmed är aktieägarvärde som ledstjärna socioekonomiskt problematiskt för allmänheten. Quiggin (2010) pekar särskilt på institutionella investerare och andras jakt efter irrationellt höga avkastningar på aktiemarknaden som orsak till brist på långsiktigt värdeskapande investeringar i infrastruktur, vilka i vanliga fall skulle genomföras av det offentliga och finansieras genom offentlig skuldsättning med institutionella investerare som innehavare av utställda obligationer.

Den akademiska kritiken tycks ha fått visst genomslag hos viktiga aktörer i policyformulering. Det tongivande European Corporate Governance Forum uttrycker numera oro för att regleringar av kapitalmarknader inriktats för mycket på att stimulera likviditet och för lite på att stimulera ”långsiktighet”. ”Trenden har varit kort sikt. Mot denna bakgrund behövs långsiktiga aktieägare. Regleringarna stödjer inte dessa. Därför bör man se över incitamenten för aktieägare” (ECGF, 2 juni, 2011, s 1, vår översättning).⁷

6 Här finns utförliga rapporter från CEPS-ECMI Task Force (2012) om *Rethinking asset management* och OECD (2012) om *Effect of Solvency Regulations and Accounting Standards on Long-Term Investing*.

7 ECGF (European Corporate Governance Forum). *Minutes of the Meeting of June 2, 2011*.

Det påföljande *green paper* från EU-kommissionen⁸ hävdade att utvecklingen av EU:s regelverk, inklusive takeoverdirektivet, hade stimulerat kortsiktighet och att detta skadat värdeskapandet i aktiebolagen. Den brittiska Kay Review (2012) drog slutsatsen att ”kortsiktighet är ett problem på brittiska aktiemarknader och huvudorsaken är en nedgång i förtroende och bristande tillpassning av incitament i investeringskedjan” (Kay, 2012, s 9). Johnson och de Graaf (2009) argumenterade för att utvidga definitionen av syssломannaplikten för pensionsförvaltare på ett sätt som tar hänsyn till den komplexa kedja av agenter – och agentproblem – med olika intressen och tidshorisonter som står mellan principalen – förmånstagaren – och investeringsobjekten.

När Londonbaserade International Corporate Governance Network reviderade sina bolagsstyrningsprinciper 2009 sades inledningsvis att ”syftet med företagen är att generera uthålligt aktieägarvärde på lång sikt”, och man lyfte vidare fram att regelverk kunde inverka på olika investerarkategoriernas förmåga och benägenhet att agera långsiktigt.⁹

Den brittiska Kay Review (2012) utvecklade principer i syfte att lägga grund för långsiktighet på den brittiska kapitalmarknaden, däribland förslag om en, med krav på aktivitet och engagemang från institutionella investerare som aktieägare. Den brittiska Panel on Mergers and Takeovers formulerade nya uppköpsregler för London-börsen som tydliggör att bolagsstyrelser inte endast behöver ta hänsyn till erbjuden köpeskilling vid uppköpserbjudanden, utan har rätt att även ta andra hänsyn inför rekommendation till aktieägare om erbjudandets attraktivitet (10:e versionen av Takeover Rules; §25.2:a). En utvärderingsrapport till EU-kommissionen om takeoverdirektivet framlade intressentorientering som alternativ till aktieägarorientering.¹⁰

Bland reglerare av institutionella investerares verksamhet kan man urskilja en rörelse bort från kvantitativt fastställda kvoter och gränser till mer kvalitativa regler om adekvat riskspridning och försiktighet med avseende på uppdraget. En OECD-rapport förde fram kvalitativa regler som *best practice* för pensionsfonder runt om i världen (Yermo, 2008).

8 EU-kommissionen (2011). *Green Paper: The Eu Corporate Governance Framework*, 5 april.

9 ICGN (International Corporate Governance Network). *ICGN Global Corporate Governance Principles: Revised*. ICGN, 2009.

10 CEPS-ECMI Task Force (2012). *Rethinking Asset Management. From Financial Stability to Investor Protection and Economic Growth*. Brussels: Center for European Policy Studies, European Capital Markets Institute.

I det färskaste direktivet om aktieägares rättigheter har EU-kommissionen¹¹ fångat upp idén om bristande engagemang och långsiktighet bland institutionella investerare samt uttryckt ambitionen att stärka finansieringen till företag runt om i Europa. Man skriver att "det övergripande målet... är att bidra till långsiktig uthållighet i EU-företag, att skapa en attraktiv miljö för aktieägare och öka gränsöverskridande röstning genom att effektivisera investeringskedjan, för att därigenom bidra till tillväxt, jobbskapande och EU:s konkurrenskraft (s 2, vår översättning)

Institutionella investerares syssломannaplikt i förhållande till förmånstagare debatteras. Den brittiska Law Commission (2014) slår fast att det i brittisk rätt finns utrymme för institutionella investerare att fatta beslut som baseras på icke-finansiella faktorer "så länge som det finns goda skäl att tro att förmånstagare delar uppfattningen" och att beslutet "inte utgör signifikant risk för finansiell förlust för fonden" (s 135).¹² Brittisk rätt ger alltså institutionella investerare möjlighet att agera i linje med Hawleys och Williams (ibid.) beskrivning av den "universelle aktieägaren" med ett investeringsperspektiv lika långt som kapitalförvaltningsuppdraget. Detta torde öppna för en stor grad av frihet att avvika från olika typer av index och standardiserade portföljsammansättningar, avstå från kortsiktigt attraktiva uppköpserbjudanden samt försvara kostnader för att aktivt engagera sig i bolagsstyrning i enskilda företag.

Tillsammans ger alla dessa rapporter och policyinitiativ en bild av att det i finanskrisens kölvatten pågår en rörelse i policyskapande sammanhang som kan komma att innebära modifiering av institutionella investerares begrepp om risk och tidsperspektiv. Bland dessa texter finns också inslag av ifrågasättande av aktieägarorientering i bolagsstyrning överhuvudtaget. Från t ex EU-kommissionens sida handlar det om att hitta vägar som påverkar tids-horisonten i aktieägarorienteringen i europeisk bolagsstyrning.

¹¹ Aktieägardirektivet 2014.

¹² UK Law Commission. *Fiduciary Duties of Investment Intermediaries*. London: UK Law Commission, 2014.

Omstridda modifieringar av riskhantering och bolagsstyrning

Mot bakgrund av det ramverk som presenterades ovan måste en teoretiskt stringent analys av modifieringar av institutionella investerares verksamhet innehålla (minst) två dimensioner: Investeringshorisont och definition av bolagsvärde, vilka i sin tur formar varje betydelse av begreppen avkastning och risk. Detta skulle kunna ske genom ett skifte i riktning mot mer koncentrerade aktieportföljer och därmed ekonomiskt försvarbar ökad aktivitet i bolagsstyrning, inklusive i organisering av aktieägarkollektiv som agerar samfällt. Ett sådant skifte skulle kunna vara relaterat till en förändring i beslutsfattande inom företag i riktning mot längre tidsperspektiv och därmed ökad finansiell rationalitet.

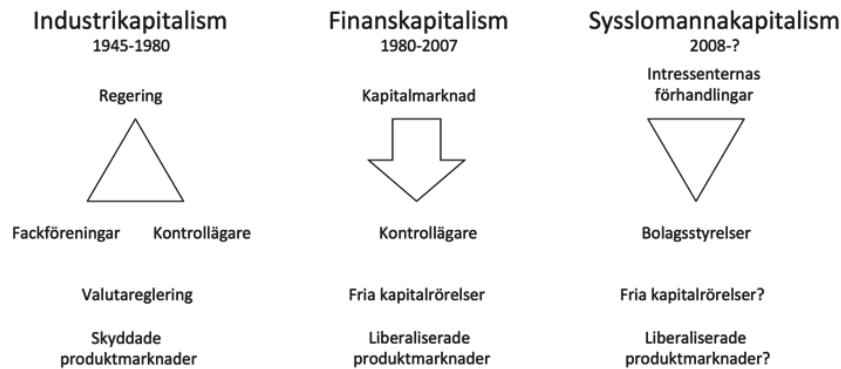
Ett sådant skifte från kortsiktighet till långsiktighet skulle *också* kunna innebära ett skifte från aktieägarvärdeorientering till en intressentorienterad definition av företagandets själva syfte och en intressentorienterad bolagsstyrning. I så fall återkommer frågan om vems intressen de institutionella investerarna företräder: Investerarnas, företagsledningarna eller arbetstagarnas? Eller sina egna? Så länge de institutionella investerarna är och regleras till att vara mer eller mindre passiva indexförvaltare är de svagt bemannade organisationer med små möjligheter och bristfällig kompetens att utöva inflytande i enskilda företag. Detta skulle alltså kunna förändras, något som utan minsta tvekan innebär en utmaning för de etablerade bolagsstyrningssystemen överallt i världen.

I vid mening ser vi möjligheter till en återinbäddning av bolagsstyrningen i de samhällen där företagen verkar och i förhållande till medborgarnas värderingar, efter en period av ensidigt finansiell rationalitet. Institutionella investerare skulle kunna vara en drivande kraft som representanter för breda intressentgrupper i förhållande till företagets verksamheter.

I figur 1 illustrerar vi schematiskt hur vi ser på närhistorien och på den möjliga framtid som vi skisserar. Modellen gäller en typisk europeisk nationell ekonomi och pekar ut de centrala förhållandena i bolagsstyrningssystemet i tre historiska epoker. Den första perioden, som vi kallar *industrikapitalism*, betecknar den period då huvuddragen i de nationella bo-

lagsstyrningssystemen fastlades på ett i varje fall unikt sätt, som resultat av förhandlingar mellan folkrörelser som fackföreningar, regeringar, banker och grupper av företagsledare och kapitalägare. I alla europeiska länder vid sidan av Storbritannien har bolagskontrollen över de stora företagen hamnat i händerna på tydliga intressenter snarare än renodlade finansiella investerare: Förmögna familjer, banker, stiftelser eller staten. Skattesystem, direkta subventioner, rösträttsdifferentiering, kors- och pyramidägande m m finns bland de mekanismer som skapat och upprätthållit dessa ordningar. Bakom hela strukturen finns den nationella politiken och dess formella eller informella centrala maktbalanser och uppgörelser. Vanligen har starka politiska krafter värnat sysselsättning eller specifika andra sociala eller ekonomiska mål i utbyte mot stöd och skydd för specifika företags verksamheter.

I den period vi kallar *finanskapitalismen* (1980-talet och framåt) har den industrikapitalistiska ordningen runt om i Europa utmanats – men absolut inte uttraderats – i takt med liberaliseringen av den internationella kapitalmarknaden, den europeiska integrationen och framväxten av starka gränsöverskridande institutionella investerare med ett renodlat finansiellt perspektiv. Tillsammans med liberaliserade produktmarknader har detta skapat ett starkt omvandlingstryck på den industrikapitalistiska ordningen och medfört utmaningar av specifika aspekter av respektive nations bolagsstyrningssystem. Institutionella investerare har minskat sin exponering mot den nationella hemmamarknaden. Enligt EU-kommissionens förslag till aktieägar direktiv är 40 % av allt kapital i Europa investerat över nationsgränser. Finansiellt orienterade institutionella investerare har under denna epok samverkat med de framväxande hedgefonderna och ”aktivister” och satt tryck på kontrollerande aktieägare och företagsledningar att öka den finansiella avkastningen i företagen, inte sällan på kort sikt. Hur och i vilken grad detta tryck har uppstått varierar med den aktuella nationens typ av bolagsstyrningssystem. I nationer med starkt inflytande för aktieägare i bolagsstyrningen, som t ex Sverige, blir handlingsutrymmet för dem som företräder ett renodlat finansiellt perspektiv större, allt annat lika.



Figur 1. Bolagsstyrningen under tre epoker?

Den epok vi nu efter den globala finansiella krisen 2008 befinner oss i väljer vi att kalla. Vi förutskickar en situation där det renodlade finansiella investerarperspektivet ifrågasätts vad gäller stora institutionella investerare och en koncentration av portföljer till färre innehav, längre investeringshorisonter och ökad inriktning på icke-noterade företag samt på infrastruktur och F&U-projekt. Hur denna epok kommer att se ut tror vi oss inte veta. Vi tror oss däremot ha gott grepp om vilka krafter som kommer att förhandla och omförhandla bolagsstyrningen i ombudskapitalismen: Privata investerare, företagsledningar och arbetstagare. Beslut i nationell och europeisk politik kommer att vara avgörande i dessa förhandlingar.

Det specifika utfallet av förhandlingarna kommer att bero av hur grupper av kontrollägare och företagsledningar agerar i förhållande till omreglering av institutionella investerares verksamheter. Många kommer helt säkert att kraftfullt motarbeta etablerandet av oberoende, långsiktiga kapitalförvaltare med koncentrerade portföljer på sina egna nationella hemmarknader. Dessa grupperings kraftfullaste argument kommer troligen att vara att de institutionella investerarna saknar kompetens att fatta beslut i företag eller att de bär med sig "illegitima" målsättningar till bolagsstämmorna, må det vara "kortsiktighet", protektionism, miljöhänsyn, jämställdhet, jämlikhet,

mänskliga rättigheter eller vad som helst som ibland inte faller de etablerade maktstrukturerna i smaken.

Den första typen av argument borde institutionella investerare kunna bemöta genom att bygga upp kunskaper och resurser för aktivt deltagande i bolagsstyrning. Det kan exempelvis ske genom att aktiv styrning görs av anställda i ett eget investmentbolag eller i en fondstruktur. Den andra typen av argument är vad vi ser som kärnan i hela frågeställningen. Själva poängen med en modifiering av institutionella investerares syn på risk och på avkastning är att bättre förvalta sysslomannaplikten att företräda de yttersta förmånstagarna i t ex pensions- och försäkringssystem. Av allt att döma har dessa förmånstagare ibland intressen som skiljer sig betydligt från enskilda individers eller grupper, däribland aktieägares, i förhållande till enskilda företag. Så länge enorma mängder finansiellt kapital finns ansamlade hos de institutionella investerarna kommer dess användning att vara omstridd.

Eventuella förändringar som kan komma framöver, antingen i bolagsstyrningen eller med omedelbar relevans för den, kan tänkas ske bl a som förändringar i bolagsrätt och regleringar av institutionella investerares verksamhet samt som förändringar i offentliga investeringsmönster. Bolagsrätten kan lägga större vikt vid bolagets intressenter, t ex genom att styrelser hålls ansvariga i förhållande till dessa. Institutionella investerares verksamhet kan ges ramar som stimulerar förändrade investeringsmönster och förändrad grad av inflytande i enskilda företag, som aktieägare med mer betydande innehav än vad som nu är vanligt. Olika intressenter i de institutionella investerarnas verksamheter kan ges förändrade utrymmen för inflytande. Slutligen kan det offentliga öka graden av investeringar och bl a attrahera kapital från institutionella investerare för att finansiera sådana satsningar.

Vid sidan av dessa tre utpekade potentiella förändringsområden finns givetvis andra förhållanden som bankreglering, kapitalbeskattning och internationell rätt gällande företags verksamheter som exempel på områden där förändringar har stor inverkan på olika nationella bolagsstyrningssystem. En genomgång ryms inte här. Vi begränsar oss till att påtala att nationella rättssystem visat sig motståndskraftiga mot många typer av förändringar, inte minst på grund av juristprofessionens starka ställning (Teubner, 2001). Vi förväntar oss därför att bolagsrätten mest svårligen låter sig förändras.

Förändrade mandat för institutionella investerare och ändrade mönster för offentliga investeringar bör vara något lättare att genomdriva.

För att institutionella investerares begrepp om risk och avkastning (aktieägarvärde eller annat värde och på hur lång sikt) alls ska få genomslag i bolagsstyrningen krävs skydd för minoritetsaktieägare, något det brister tämligen allvarligt i på sina håll i Europa. Med antagandet att traditionell ekonomisk rationalitet förblir tongivande framför vi en uppsättning sammanlänkade hypoteser om hur bolagssystem kommer att kunna förändras.

- Hypotes 1: I nationer med starkt minoritetsskydd, spritt aktieäggande som huvudmodell och aktieägarvärde som historiskt förankrat synsätt kommer bolagsstyrelser att bli föremål för omreglering i riktning mot mer av ett intressentperspektiv och/eller långsiktighet.
- Hypotes 2: I nationer med svagare minoritetsskydd, kontrolläggande som huvudmodell och lägre förankring för aktieägarvärde som synsätt kommer institutionella investerares verksamhet att omregleras, *antingen* i riktning mot större inflytandeposter i aktiebolag *eller* i riktning mot obligationer, fastigheter och mer illikvida tillgångar.
- Hypotes 3: I nationer där institutionella investerare åtnjuter oberoende från kontrollägarstrukturer, företagsledning och banker kommer verksamheten att regleras i riktning mot obligationer, fastigheter och mer illikvida tillgångar.
- Hypotes 4: I nationer där institutionella investerare åtnjuter politiskt inflytande som en egen kraft genom både oberoende och allians med statsbärande politiska krafter kommer verksamheten att omregleras i riktning mot större inflytandeposter i aktiebolag vid sidan av obligationer, fastigheter och mer illikvida tillgångar.

Att förutsäga vilket scenario som kommer att förverkligas i vilket land är naturligtvis inte vårt syfte här, och inte heller möjligt enligt den teoretiska ram vi presenterat. Den bärande tesen är att politiska processer i enskilda

nationer och på både de europeiska och globala arenorna avgör vilket väg utvecklingen tar i en miljö där institutionella placerare blivit de mest betydelsefulla innehavarna av finansiellt kapital. Utmaningen för forskningen är att operationalisera nyckelvariabeln ”politiskt inflytande”. Utmaningen för praktiker, däribland företrädare för institutionella investerare, är att skaffa sig sådant inflytande för att utforma hur institutionella investerares definition av avkastning och riskhantering regleras framöver.

Från vår horisont vore det önskvärt för samhället att bolagsstyrningssystemen modifierades med omreglerade institutionella investerare som drivande kraft, i riktning mot *både* långsiktighet *och* mer mångdimensionellt värdeskapande än aktieägarvärde. För att så ska ske krävs att så många som möjligt överger det John Quiggin bland många andra betraktar som levande döda marknadsliberala idéer om privatiseringarnas förträfflighet och finansiella marknadens effektivitet.

Referenser

- Aglietta, M. & Reberioux, A. (2005). *Corporate Governance Adrift. A Critique of Shareholder Value*. I Solow, R. M. (Red.) *The Saint-Gobain Centre for Economic Studies Series*. Cheltenham, UK & Northampton, USA: Edward Elgar.
- Aguilera, R. V., Filatotchev, I. Gospel, H. & Jackson, G. (2008). An Organizational Approach to Comparative Corporate Governance: Costs, Contingencies, and Complementarities. *Organization Science* 19, no. 3, 475-92.
- Aguilera, R. V. & Jackson, G. (2003). The Cross-National Diversity of Corporate Governance: Dimensions and Determinants. *The Academy of Management Review* 28, no. 3, 447-65.
- Ambachtsheer, K. (2005). Beyond Portfolio Theory: The Next Frontier. *Financial Analysts Journal* 61, no. 1, 29-33.
- Becht, M., Franks, J., Mayer, C. & Rossi, S. (2010). Returns to Shareholder Activism: Evidence from a Clinical Study of the Hermes UK Focus Fund. *Review of Financial Studies* 23, no. 3, 3093-129.
- Berle, A. A. & Means, G. C. (1932). *The Modern Corporation and Private Property*. New York: Macmillan.

- Black, B. S. (1998). Shareholder Activism and Corporate Governance in the United States. *SSRN eLibrary*.
- Callon, M. (1998) (Red.). *The Laws of the Markets*. Oxford: Blackwell.
- Çelik, S. & Isaksson, M. (2013). Institutional Investors as Owners: Who Are They and What Do They Do? I *OECD Corporate Governance Working Papers*: OECD Publishing.
- Cioffi, J. W. (2000). Governing Globalization? The State, Law, and Structural Change in Corporate Governance." *Journal of Law and Society* 27, no. 4, 572-600.
- Coffee, J. C. (1991). Liquidity Versus Control: The Institutional Investor as Corporate Monitor. *Columbia Law Review* 91, no. 6, 1277-368.
- Coffee, J. C. (1999). The Future as History: The Prospects for Global Convergence in Corporate Governance and Its Implications. *Northwestern University Law Review* 93, no. 3, 641-708.
- Collin, S.-O. (1998). Why Are These Islands of Conscious Power Found in the Ocean of Ownership? Institutional and Governance Hypotheses Explaining the Existence of Business Groups in Sweden. *Journal of Management Studies* 35, no. 6, 719-746.
- Donaldson, T. (2012). The Epistemic Fault Line in Corporate Governance. *Academy of Management Review* 37, no. 2, 256-271.
- Etzioni, A. (1961/1988). *The Moral Dimension: Toward a New Economics*, New York & London: Free Press & Collier Macmillan.
- Fama, E. F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance* 25, no. 2, 383-417.
- Fligstein, N. (2001). *The Architecture of Markets: An Economic Sociology of Twenty-First Century Capitalist Societies*. Princeton, N.J.: Princeton University Press.
- Fligstein, N. & Choo, J. (2005). Law and Corporate Governance. *Annual Review of Law and Social Science* 1, 61-84.
- García-Castro, R. & Aguilera, R. V. (2013). *Corporate Governance: An International Review* 21, no. 4, 390-407.
- Gilson, R. J. (2006). Controlling Shareholders and Corporate Governance: Complicating the Comparative Taxonomy. *Harvard Law Review* 119, no. 6, 1642-679.
- Gourevitch, P. A. & Shinn, J. (2005). *Political Power and Corporate Control: The New Global Politics of Corporate Governance*. Princeton: Princeton University Press.
- Graham, J. R., Harvey, C. R. & Rajgopal, S. (2005). The Economic Implications of Corporate Financial Reporting. *Journal of Accounting and Economics* 40, no. 1, 3-73.
- Granovetter, M. (1985). Economic Action and Social Structure: The Problem of Embedded-

- ness. *The American Journal of Sociology* 91, no. 3, 1985, 481-510.
- Grossman, S. J. & Hart, O. D. (1988). One Share-One Vote and the Market for Corporate Control." *Journal of Financial Economics* 20, no. 0, 175-202.
- Haldane, A. G. & Davies, R. (2011). Speech: The Short Long. Bruxelles: Société Universitaire Européenne de Recherches Financières.
- Hall, P. A. & Soskice, D. (2001) (Red.). *Varieties of Capitalism: The Institutional Foundations of Comparative Advantage*. Oxford. New York: Oxford University Press, 2001.
- Hawley, J., Johnson, K. & Waitzer, E. (2011). Reclaiming Fiduciary Duty Balance. *Rotman International Journal of Pension Management* 4, no. 2, 4-16.
- Hawley, J. P. & Williams, A. T. (2000). *The Rise of Fiduciary Capitalism*. Philadelphia: University of Pennsylvania Press.
- Hawley, J. & Williams, A. (2007). Universal Owners: Challenges and Opportunities. *Corporate Governance: An International Review* 15, no. 3, 415-420.
- Heineman, B. W. Jr. & Davis, S. (2011). Are Institutional Investors Part of the Problem or Part of the Solution? Key Descriptive and Prescriptive Questions About Shareholders' Role in U.S. Public Equity Markets. Washington, D.C.: Committee for Economic Development.
- Hellman, N. (2005). Can We Expect Institutional Investors to Improve Corporate Governance? *Scandinavian Journal of Management* 21, no. 3, 293-327.
- Hirschman, A. O. (1972). *Exit, Voice and Loyalty: Response to Decline in Firms, Organizations and States*. [S.l.]: Harvard Univ. Press.
- Holmstrom, B. & Kaplan, S. N. (2001). Corporate Governance and Merger Activity in the United States: Making Sense of the 1980s and 1990s. *The Journal of Economic Perspectives* 15, no. 2, 121-144.
- Horn, L. (2012). Corporate Governance in Crisis? The Politics of EU Corporate Governance Regulation. *European Law Journal* 18, no. 1, 83-107.
- Jackson, G. & Petraki, A. (2011). Understanding Short-Termism: The Role of Corporate Governance. Glasshouse Forum.
- Jensen, M. C. & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics* 3, no. 4, 305-360.
- Johnson, K. L. & de Graaf F. J. (2009). Modernizing Pension Fund Legal Standards for the Twenty-First Century. *Rotman International Journal of Pension Management* 2, no. 1, 44-51.
- Jonnergård, K. & Larsson, U. (2009). After the Contest: Effects of Deviances of EU-Regulation on Investors' Voice Behavior. *European Integration In Swedish Economic Research*

Mölle, May.

- Kallifatides, M., Nachemson-Ekwall, S. & Sjöstrand, S.-E. (2010). *Corporate Governance in Modern Financial Capitalism. Old Mutual's Hostile Takeover of Skandia*. Cheltenham, UK & Northampton, MA, US: Edward Elgar.
- Kay, J. (2012). *The Kay Review of UK Equity Markets and Long-Term Decision Making*. London: The Kay Review.
- Kraakman, R. H. & Hansmann, H. (2001). The End of History for Corporate Law. *Georgetown Law Journal* 89.
- Krehmeyer, D, Orsagh, M. & Shacht, K. N. (2006). *Breaking the Short-Term Cycle. Discussion and Recommendations on How Corporate Leaders, Asset Managers, Investors, and Analysts Can Refocus on Long-Term Value*. CFA Institute, Centre for Financial Market Integrity.
- Markowitz, H. (1952). Portfolio Selection. *The Journal of Finance* 7, no. 1, 77-91.
- Modigliani, F. & Miller, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review* 48, no. 3, 261-297.
- Quiggin, J. (2010). *Zombie Economics: How Dead Ideas Still Walk among Us*. Princeton: Princeton University Press.
- Rajan, R. G. & Zingales, L. (2001). The Influence of the Financial Revolution on the Nature of Firms. *The American Economic Review* 91, no. 2, 206-211.
- Roe, M. J. (2003). *Political Determinants of Corporate Governance : Political Context, Corporate Impact*. Oxford: Oxford University Press.
- Romano, R. (2004). The Sarbanes-Oxley Act and the Making of Quack Corporate Governance. I *NYU, Law and Econ Research Paper 04-032; Yale Law & Econ Research Paper 297; Yale ICF Working Paper 04-37; ECGI – Finance Working Paper 52/2004. Available at SSRN*.
- Schneider, M. (2000). When Financial Intermediaries Are Corporate Owners: An Agency Model of Institutional Ownership. *Journal of Management & Governance* 4, no. 3, 207-237.
- Shleifer, A. & Summers, L. H. (1988). Breach of Trust in Hostile Takeovers. I Auerbach, A. J. (ed), *Corporate Takeovers: Causes and Consequences*. University of Chicago Press, 33-68.
- Shleifer, A. & Vishny, R. W. (1997). A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance* 52, no. 2, 737-783.
- Simon, H. A. (1957). *Administrative Behavior. Second Ed, with New Introduction*. New York: Macmillan Co.

- Stigler, G. J. (1971). The Theory of Economic Regulation. *The Bell Journal of Economics and Management Science* 2, no. 1, 3-21.
- Stout, L. A. (2012). *The Shareholder Value Myth: How Putting Shareholders First Harms Investors, Corporations, and the Public*. Berrett-Koehler Publishers.
- Teubner, G. (2001). Legal Irritants: Unifying Law Ends up in New Divergences. I Hall, P. A. & Soskice, D. (Red.), *Varieties of Capitalism. The Institutional Foundations of Comparative Advantage*. Oxford: Oxford University Press, 417-441.
- Tricker, R. I. (2009). *Corporate Governance: Principles, Policies, and Practices*. Oxford: Oxford University Press.
- Wymeersch, E. O. (2008). The Takeover Bid Directive, Light and Darkness. I *Financial Law Institute Working Paper*.
- Yermo, J. (2008). Governance and Investment of Public Pension Reserve Funds in Selected Oecd Countries. *OECD Working Paper*.